

みずほマーケット・トピック(2017年6月5日)

日銀総資産 500 兆円突破を受けて～杞憂の出口議論～

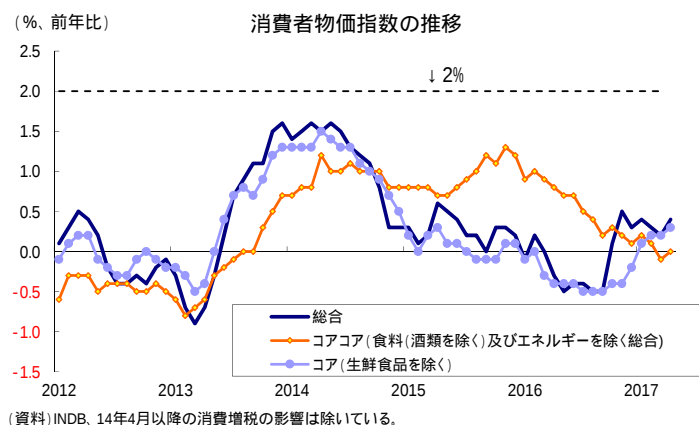
5 月末時点の日銀の総資産残高は初めて 500 兆円に達し、本邦 GDP に匹敵する水準となった。政策的には、銀行部門に滞留するマネタリーベースをいくら積み上げたところで实体经济に流れるマネーストックが相応の伸びを見せなければ一般物価には殆ど無意味という事前に想定された事実が再確認された格好。今後に関して言えば、量的・質的金融緩和(QQE)の下で行われたことの大きさの割に当初の目論見が達成されていないため、どうしてもそのコストに注目が集まりやすくなる。この点、「出口戦略に伴うコストは大丈夫なのか」といった警鐘と共に 500 兆円到達を報じる向きが目立つが、少なくとも「日銀 B/S の健全性度合い」と「円の信認」は直接リンクしているものではない。それよりも今心配すべきことは来るべきドル相場の反落とその裏側で発生する円高に対し、日銀が恐らく何もできそうも無いという事実ではないだろうか。

～いつかはオーバーキル～

先週の為替相場では米 5 月雇用統計が予想比弱い結果となったことを受けてドル売りが進み、111 円台後半まで値を上げていたドル/円相場は本日東京時間には一時 110.27 円まで急落している。今月利上げは既定路線にせよ(筆者はそうした済し崩し利上げも避けるべきと考えるが)、非農業部門雇用者数変化および平均時給共に市場予想を下回る中でその先が果たして続くのかという不安は抱かざるを得ない。本欄では繰り返し強調している論点だが、基礎的な経済指標の悪化が見られているにもかかわらず正常化路線を追求し続ければ、どこかで必ずオーバーキル懸念が現実のものとなる。6 月利上げを含め、一旦立ち止まって考える状況にあるのではないか。今週は 8 日に ECB 政策理事会、コミー元 FRB 長官議会証言そして英総選挙と重いイベントが重なる。これら全ての結果を見極めた上で、6 月 14 日の FOMC の在り方が初めて見えてくるだろう。

～500 兆円到達で再確認する政策の失敗～

ところで、先週 2 日に日銀が公表した営業毎旬報告によると、5 月末時点の日銀の総資産残高は 500 兆 8008 億円と初めて 500 兆円に達し、本邦 GDP に匹敵する水準となった。量的・質的金融緩和(QQE)の導入が開始される直前の 2013 年 3 月末が 164 兆 3123 億円であったことと比べれば、4 年 2 か月で 3 倍以上に膨らんだことになる。このうち、国債保有額は 427 兆 2495 億円(うち長期国債が 390 兆 1912



億円)と85%を占める。結局、銀行部門に滞留するマネタリーベースをいくら積み上げたところで実体経済に流れるマネーストックが相応の伸びを見せなければ一般物価には殆ど無意味という事前に想定された事実が再確認された格好である。2013年以降、消費者物価指数(CPI)がコアベースで最も高まったのは2014年春であり、それは円安の影響が最大化した時期でもあった(前頁図)。結局、為替が希望通りの方向に振れた時しかCPIが上げ基調になっていない以上、それは日銀というよりもFRBの動向次第だったという側面が大きいように思える。

4年前と比較してリフレ政策を強弁する向きが減ったのは、こうした如何ともしがたい事実を直視した結果であろうし、1つの政策実験を通じて誤った主張がはっきり退けられたのは不幸中の幸いと言える。今後に関して言えば、QQEの下で行われたことの大きさの割に当初の目論見が達成されていないため、どうしてもそのコストに注目が集まりやすくなる。この点、「出口戦略に伴うコストは大丈夫なのか」といった警鐘と共にこの500兆円到達を報じる向きが非常に目立っている。

～ 出口戦略、債務超過、通貨の信認の関係 ～

しかし、結論から言えば、仮に出口戦略に伴うコストが膨らみ、日銀が債務超過に至ったとしても、それ自体に何か大きな意味があるわけではない。そもそも中央銀行のバランスシート(B/S)を見て取引を行う市場参加者が多いとは思えず、市井の人々においては尚の事、無関心だろう。

仮に出口戦略の過程で日銀が大きな損失を被り債務超過に陥ったとしても、それが通貨の信認を崩す(端的には円相場の暴落を招く)という話になるまでは距離がある。これは他国の事例からでも想像できる。直近では2015年1月にスイス国立銀行(SNB)が無制限のスイスフラン売り・ユーロ買い介入を突如停止することを発表し、スイスフランが急騰、これによりB/Sの9割を占めていた保有外貨資産(外貨準備)で膨大な為替差損が発生し、同行が債務超過に陥る可能性が耳目を集めた。また、古くは1977～79年にドイツ連邦銀行(ブンデスバンク)が同じくマルク高を背景に保有外貨資産(外貨準備)で膨大な為替差損を被り、債務超過に陥ることがあった¹。

しかし、これらの事象を受けて中銀の信認劣化を理由にスイスフランやドイツマルクが暴落するようなことはなかった。通貨高自体が中銀の信認が担保されている証であるのだから、それが原因で中銀B/Sが劣化しても通貨が下落するはずが無い(もっとも、民意次第では、自国通貨売り介入はやりづらくなるかもしれない)。為替差損によって債務超過に陥るリスクに繋がるからといって、保有外貨資産を売却すれば、結局は自国通貨高を助長する。かといって、自国通貨安を誘発すべく利下げを重ねれば、実体経済に不要な過熱を招くかもしれない。財政・金融政策が担う景気循環の平準化という使命に照らせば、これも本末転倒である。

結局、管理通貨制度の本質は「人々が中銀を信じるか」であり、通貨価値が金や原油などの現物に裏付けられているということはない(それが金本位制との違いである)。中銀B/Sは実体経済の安定を企図した政策運営の結果に過ぎず、B/Sの数字それ自体に大きな意味を求めるべきではない。裏を返せば、「人々が中銀を信じていない」のであれば、いくらB/Sが綺麗でも意味が無い。

¹ 当時のEC(欧州共同体)は域外に対しては変動相場制を維持しつつも、域内では許容変動幅に抑制する体制(通称スネーク)の構築に努めていたが、英国のポンドやイタリアのリラなど慢性的に物価が上振れしやすい国の通貨は、経常黒字が常態化し、物価も安定している西ドイツのマルクに対し下落しやすかった。こうした状況下、ブンデスバンクは輸出競争力の劣化を回避すべく、マルク売り介入を重ねざるを得ず、外貨準備が積み上がっていたのである。なお余談だが、このマルク売り介入が市中流動性の増加を通してインフレ懸念に繋がり、他国同様、ドイツでもスタグフレーションが懸念される事態となった。こうしてドイツとそれ以外の国々でも「ドルに影響されない安定通貨圏の創設」に対する思惑が一致し、EMU(欧州通貨同盟)創設に向けて動き出すことになる。

～「良い出口」、「悪い出口」～

また、一口に出口と言っても一様ではないはずであり、「良い出口」もあれば「悪い出口」もある。もちろん日銀は「良い出口」を目指して政策を継続している。「良い出口」では堅調な消費・投資行動を背景に実体経済が底堅く推移し、実質 GDP 成長率が安定的に潜在成長率を上回る状況が継続する。需給ギャップの縮小が続く中で消費者物価指数(CPI)が前年比+2%に到達し、賃金も実質ベースで上昇する世界である。こうした状況に至れば日銀も超過準備への付利引き上げを通じて出口戦略の実施に踏み切るだろうし、結果として発生する金利上昇によって日銀や民間銀行の B/S が毀損する可能性もあるだろう。しかしだからといって、そうしたコストよりも実体経済改善のベネフィットが上回る世界というのが日銀の目指す「良い出口」である。確かに、そこまで実体経済が活況に沸いていれば、日銀の B/S 毀損など誰も気にしないだろう。日銀が債務超過によって国庫への納付金が減少するといっても、政府の税収増が相殺するだろうし、イールドカーブが正常に立っている市場環境ならば銀行の損失ばかりに焦点が当たる展開にもならないと思われる。

片や、「悪い出口」の場合はどうか。例えば、膨張する日銀 B/S や累増する政府債務が投機の円売りを招き、円安を起点とする輸入物価経由の急激なインフレが生じた場合などがそれに当たるだろうか。日銀の出口戦略に関する悲観論の多くはこうしたケースを意識した議論が多い印象である。だが、このようなケースを日銀 B/S の債務超過と結びつけるのは論点の矮小化に思える。そうした急激なインフレ(ハイパーインフレと呼ぶかどうかは識者による)が生じた場合、これにより家計・企業部門の実質所得環境が悪化し、景気後退に陥る展開が予想される。この際、日銀は円安に歯止めをかけるべく、短期間でまとまった幅の利上げに踏み切る可能性がある。間違いなくこれは「悪い出口」である。しかし、「良い出口」の場合と同様、そこまで悲惨な状況に陥っている時に誰が日銀 B/S の債務超過など問題視するだろうか。実体経済が深刻な不況に陥った時点で出口以前に中銀として「負け」であり(もちろん中銀だけの責任ではないが)、B/S の健全性は二の次である。

裏を返せば、そうした悲惨な実体経済状況下で綺麗な中銀 B/S があったとしても、日本経済にとって何の得にもならない(恐らく円相場の急落を止める手立てにもならないだろう)。「悪い出口」は警戒すべき事態だが、そこで円安の理由として注目されているのは「日銀 B/S の危機」ではなく「日本経済の危機」である。

～リンクしていない「日銀 B/S の健全性度合い」と「円の信認」～

そもそも現時点では前年比+2%は視野にすら入っていないのだから(展望レポートにおける願望や一部リフレ派の無理筋な予想を除けば)、上述のような議論は尚早である。米国ですら+2%にタッチできない状況でそのようなインフレが突如日本を襲うという展開は、俄かには信じがたい。CPI の上昇率が安定的に+2%の「物価安定の目標」を超えるまで、マネタリーベースの拡大方針を継続するのが現行のオーバーシュート型コミットメントである。今秋にかけて CPI が大台の+1%に手をかけるとしても、「安定的に+2%」の世界を展望するには程遠いのが実情であり、筋論から言えば、出口どころか追加緩和の話が出て不思議ではない。折に触れて黒田総裁が述べてきたように、出口戦略の心配は時期尚早というのは本音だろう。もちろん、「考えていない」ことと「考えているが言わない」ことは異なるので、日銀として検討しているということは十分考えられる。実際、黒田総裁は

出口戦略に関し「日銀は十分なツール(手段)を持っていると自負している」と述べている(5月16日、日本経済新聞)。内部での議論は相応に進んでいるのだろう(と思いたい)。

日銀総資産 500 兆円突破は確かにシンボリックな出来事であり、これに伴う「悪い出口」も当然警戒されるべきものではある。だが、近い将来に到来することがないであろう出口の議論に意味があるとは思えないし、その際のコストについても狭量な議論が目立つように感じられる。少なくとも「日銀 B/S の健全性度合い」と「円の信認」はリンクしているものではない。それよりも今心配すべきことは来るべきドル相場の反落とその裏側で発生する円高に対し、日銀が恐らく何もできそうも無いという事実ではないかと筆者は考える

国際為替部
チーフマーケット・エコノミスト
唐鎌大輔(TEL: 03-3242-7065)
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です

<http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2017年6月2日	週末版(ECB政策理事会プレビュー～出口戦略の順序に変更なし～)
2017年6月1日	2016年末対外資産・負債残高統計～リスク回避の源泉～
2017年5月29日	メインシナリオのリスク点検～目立つ円高リスク～
2017年5月26日	週末版(本邦4月消費者物価指数(CPI)を受けて～依然、埋まらない日米物価格差～)
2017年5月25日	FOMC議事要旨を受けて～株価は耐えられるのか？～
2017年5月24日	相次いで弱体化するFRB高官～動揺する唯一の支え～
2017年5月23日	メルケル首相発言を受けて～異形のドイツがすべきこと～
2017年5月22日	ドル相場現状認識～4月分REERの公表を受けて～
2017年5月19日	週末版
2017年5月17日	ドルインデックスの急落を受けて
2017年5月16日	ユーロ相場の現状について～投機買い持ちでも上がらず～
2017年5月15日	イタリアG7を終えて～「量」が「価格」が「説得」か～
2017年5月12日	週末版(欧州委員会春季経済予測を受けて～今後心配な「スラックの格差」～)
2017年5月11日	円相場の基礎的需給環境～様変わりする景色～
2017年5月10日	米インフレ期待低迷が映す米経済への過信
2017年5月9日	米商務省声明が予感させる「理不尽な円高」
2017年5月8日	フランス大統領選挙を受けて～おさらすべきフランスの現状～
2017年4月28日	週末版(ECB理事会を終えて～「次の一手」は引き締めが濃厚～)
2017年4月27日	ECB理事会プレビュー②～フォワードガイダンス撤廃報道について～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年3月分)
2017年4月25日	メインシナリオのリスク点検～燃る「第二次ブラザ合意」疑惑～
2017年4月24日	フランス大統領選挙第1回投票～終わらない政治リスク～
2017年4月21日	週末版(ECB理事会プレビュー～争点はフォワードガイダンスの取り扱い～)
2017年4月20日	米金利低下と円高相場～投資家は「外」から「内」へ～
2017年4月19日	英総選挙の前倒し実施～「絶対に負けられない戦い」へ～
2017年4月17日	米為替政策報告書の読み方
2017年4月14日	週末版(依然として懸念されるユーロ圏の域内格差～顕著になる「地力の差」～)
2017年4月13日	改めて考えるポリシーミックスの在り方
2017年4月12日	試される「リスク回避の円買い」の妥当性
2017年4月11日	円相場の基礎的需給環境～ベアリススワップと対外証券投資～
2017年4月7日	週末版(ECB理事会議事要旨～鍵を握るAPPの延長可否～)
2017年4月6日	FOMC議事要旨を受けて～「B/S縮小≠ドル高」とは限らず～
2017年4月5日	真つ当な米利上げ反対論～ブレイナードからカシュカリへ～
2017年4月4日	外貨準備構成通貨の現状(2016年12月末時点)
2017年4月3日	2つの大統領令を受けて～内政の苛立ちを外交で発散へ～
2017年3月31日	週末版
2017年3月30日	ユーロ圏の物価に関する現状と展望～ECBへの影響～
2017年3月29日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年2月分)
2017年3月28日	メインシナリオのリスク点検～要警戒の4月中旬～
2017年3月24日	週末版(英EU離脱の正式通告について～当面の展望や為替見通し～)
2017年3月22日	ドル/円相場の水準感について～112円割れを受けて～
2017年3月21日	バーデンバーデンG20を受けて～前哨戦は米国に軍配～
2017年3月17日	週末版(日銀金融政策決定会合を終えて～再確認したい現行枠組みの脆弱性～)
2017年3月16日	FOMCを受けて～さほどハト派にあらず？～
2017年3月15日	米インフレ期待低迷から何を讀むか～FOMCを前に～
2017年3月14日	円相場の基礎的需給環境～窮屈になる対外証券投資の環境～
2017年3月13日	ECB理事会を受けて～対米配慮と対独配慮に苦悶～
2017年3月10日	週末版
2017年3月3日	週末版
2017年3月2日	本邦輸出企業の採算レートやそこから推測される展開
2017年3月1日	ECB理事会プレビュー～進むも地獄、戻るも地獄～
2017年2月27日	ECB、公的部門購入プログラム(PSPP)の現状と展望
2017年2月24日	週末版(メインシナリオのリスク点検～問題の所在は全く変わらず～)
2017年2月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年1月分)
2017年2月21日	ユーロ圏投資ファンド統計～ユーロ安の底流にあるもの～
2017年2月20日	ECB理事会議事要旨～窮屈になる追加緩和の環境～
2017年2月17日	週末版(米12月対内・対外証券投資(TICレポート)～対米資本フローに表れる不自信～)
2017年2月15日	イエレンFRB議長議会証言を受けて～正常化を止めるのはドル高か～
2017年2月14日	ドル高を信用できない金融市場の現状～需給への影響も～
2017年2月13日	日米首脳会談を終えて～円高警戒は解けず～
2017年2月10日	週末版(再燃する対ドイツ格差問題～新しい欧州経済・金融のテーマ～)
2017年2月9日	円相場の基礎的需給環境～2016年国際収支を受けて～
2017年2月3日	週末版(トランプ大統領が日本を付け狙う理由～「返り血」が少ない喧嘩相手？～)
2017年2月1日	日銀金融政策決定会合～トランプとFTPLの狭間で～
2017年1月30日	メインシナリオのリスク点検～不幸を生むドル高は続かず～
2017年1月27日	週末版
2017年1月26日	日銀による国債買い入れオペ見送り～為替からの読み方～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年12月分)
2017年1月25日	貿易収支の調整経路～「理不尽な円高」は不可避か～
2017年1月23日	ECB理事会を終えて～窮屈になる緩和環境～
2017年1月20日	週末版
2017年1月19日	改善が顕著なユーロ圏の与信・物価状況～ECBは慢心せず～
2017年1月18日	メイ英首相演説を受けて～反EUの「悪い見本」になるのか？～
2017年1月17日	目の敵にされる4つの通貨～対米黒字を稼ぐ「悪」の枢軸？～
2017年1月16日	ECB理事会プレビュー～「可能な限り、現状維持」が本音～
2017年1月13日	週末版(円相場における実需と投機の現状について～対外証券投資にまつわる懸念事項も～)
2017年1月12日	トランプ次期大統領会見について～トランプはトランプのまま～
2017年1月11日	「国際金融のトリレンマ」を通じた日中比較
2017年1月6日	週末版(外貨準備構成通貨の現状(2016年9月末時点)～ユーロの独り負けだった過去3年～)
2017年1月5日	FOMC議事要旨(12月13～14日開催分)を受けて
2017年1月4日	2017年のドル相場について～空中戦はどこまで続くか～
2016年12月27日	2017年、為替相場の勘所～実効ベースで複眼的に～
2016年12月26日	2017年のブラックスワンはどこに現れるのか？
2016年12月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年11月分)
	週末版
2016年12月19日	メインシナリオのリスク点検～「守りの姿勢」継続を～
2016年12月16日	週末版(メキシコペソはドル高相場を阻むか～避けて通れない政治的通貨～)
2016年12月15日	FOMC(12月13～14日開催分)を終えて
2016年12月13日	米金利高・ドル高の影響～「熱する前に冷やす」怖さ～
2016年12月12日	円相場における実需と投機の現状について
2016年12月9日	週末版(ECB理事会を終えて～2016年は「QEの終わり」を告げる年に～)